

学校编码: 10384

分类号_____密级 _____

学 号: 200128011

UDC _____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

中国股市功能变迁

The Function Change of Chinese Stock Market

江 日 初

指导教师姓名: 陈 善 昂 副教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2004 年 9 月

论文答辩日期: 2004 年 11 月

学位授予日期: 2004 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2004 年 9 月

内容摘要

股票市场在国民经济运行中发挥着不可或缺的重要作用，系统考察股票市场的功能及其实现条件，是股票市场研究中需要首先阐明的基础性理论问题。中国股市正处于不断发展与完善时期，正确认识这一理论，通过一系列制度安排，使中国股票市场更好地向市场化、规范化与专业化迈进，成为当今学界的一个重要课题。因此，笔者在系统考察股票市场的功能及其实现条件的基础上，结合已有的实证分析，采用规范分析与描述分析方法，对中国股票市场历史与现实进行分析，并指出克服中国股市功能变迁的路径依赖的动力与政策措施。全文共分为四章：

第一章 股票市场的功能及其经济阐释。本章首先以演进的视角从历史层面对股票市场的功能进行考察，然后运用相关金融理论与新制度经济学对股票市场的功能进行阐释，最后对股票市场功能关系进行探讨。

第二章 中国股市功能效率分析。本章从正反两方面分析了中国股市十余年发展所取得的成绩与存在的问题，前一节通过数据、图表立体地展示中国股市的发展状况，后一节则重点分析中国股市存在的种种功能扭曲，为以后各章的进一步分析打下伏笔。

第三章 股票市场功能实现条件与中国股市现实分析。本章分析了股票市场功能实现的条件，并进一步从各方面对照分析中国股市功能扭曲的原因。本章是第二章内容的延续。

第四章 中国股市功能变迁。本章从中国股市变迁历程出发，分析了它所存在的制度变迁的第二类路径依赖，并从诱致性变迁和强制性变迁两个方面指出了克服路径依赖的动力与措施。

关键词：股票市场；制度功能；功能变迁

ABSTRACT

On account of the stock market's vital function on a national economy, researching systematically the functions of the stock market and its implemental conditions becomes the first quotation to be clarified on the study of stock market. When Chinese stock market is continuously developing, it is an important task to make Chinese stock market perfect by comprehending correctly these basic theories and arranging a series of systems. Therefore, based on reviewing systematically the functions of the stock market and its implemental conditions, this dissertation tries to analyze the development history of Chinese stock market and point out the momentums and measures to overcome the path dependence of Chinese stock market's functions reform.

The structure of this dissertation is as follows:

Chapter one: The functions of the stock market and their economical explanation. In this part, the author firstly reviews the functions of the stock market based on the perspective of historical evolution, then explains the functions of the stock market with the modern financial theories and the theories of the new institutional economics, finally, discusses the relationship of the functions of the stock market.

Chapter two: The analysis on the function efficiency of the Chinese stock market. The author analyzes the achievements of Chinese stock market in the past twenty years' development and the faults which still exist in Chinese stock market. In the first part, the charts are used to show the development status of Chinese stock market, in the second part, the kinds of distortions of the functions are mostly analyzed.

Chapter three: The implemental conditions for the stock market functions and the corresponding Analysis on Chinese stock market. The author expounds the conditions for achieving stock market's functions and compares with actualities in Chinese stock market so as to find the reasons of the kinds of the function distortions.

Chapter four: The Function Change of Chinese Stock Market. The author reviews the development course of Chinese stock market based on the theory of the institution change, analyzes the second kind path dependence existing in Chinese stock market and point out the momentums and measures to overcome the path dependence of Chinese stock market's functions change from the two facets of inducible and forced change.

Key words: stock market; institution function; function change.

目 录

前 言	1
第一章 股票市场的功能及其经济阐释	5
第一节 股票市场的功能——基于历史演进视角的考察	5
第二节 股票市场的功能——基于金融制度层面的探讨	8
一、金融制度及其功能	8
二、股市功能的经济阐释	10
三、股市功能关系的制度考察	18
第二章 中国股市功能效率分析	20
第一节 中国股市的发展状况	20
一、中国股市的发展状况	20
二、中国股市的经济贡献	25
第二节 中国股市功能缺陷分析	26
一、投资功能扭曲——中国股市的高投机性	27
二、融资功能扭曲——上市公司的恶意圈钱	28
三、公司治理功能扭曲——大股东的任意“掏空”	30
四、优化配置功能扭曲——股票市场的异动与异象	32
第三章 股票市场功能实现条件与中国股市现实分析	35
第一节 股票市场中的政府角色定位	35
一、市场经济与政府的作用	35
二、股市中的政府角色定位	38
三、中国政府在股市中的角色错位	42
第二节 股票市场中银行的作用	43
一、股票市场中银行的作用	43

二、中国股市中的商业银行：治理还是共同累积风险？	49
第三节 股票市场中的中介机构	52
一、分工、效率与制度	52
二、股票市场的分工演进、配置效率与制度安排	53
三、中国股市分工演进的制度阻挠	57
第四章 中国股市功能变迁	59
第一节 中国股市变迁历程及其分析	59
一、诱致性变迁阶段	59
二、强制性变迁阶段	62
第二节 中国股市功能变迁的路径依赖	67
一、功能变迁与路径依赖概述	67
二、中国股市功能变迁的路径依赖与原因分析	68
第三节 中国股市功能变迁的动力分析	71
一、制度变迁与奥尔森的集体行动理论	71
二、诱致性变迁的新动力：投资者集体诉讼制度	73
三、强制性变迁的动力与政策措施	74
参考文献	76
附 录	80
后 记	86

Contents

Foreword	1
Chapter 1 The Functions of the Stock Market and their Economical	
Explanation.....	5
1.1 The Functions of Stock Market——Reviewing Based on the	
Perspective of Historical Evolution.....	5
1.2 The Functions of Stock Market——Discussing Based on Financial	
Institution	8
1.2.1 The Financial Institution and its Function	8
1.2.2 The Economical Explanation of the Functions of the Stock Market	
.....	10
1.2.3 Reviewing the Relationship of the Stock Market Functions Based	
on Institution	18
Chapter 2 The Analysis of the Function Efficiency of Chinese Stock Market	
.....	20
2.1 The Development Status of Chinese Stock Market.....	20
2.1.1 The Development Status of Chinese Stock Market	20
2.1.2 The Economic Contribution of Chinese Stock Market	25
2.2 The Analysis of the Function Faults of Chinese Stock Market.....	26
2.2.1 The Distortion of Investment Function——the Over-speculation	
in Chinese Stock Market	27
2.2.2 The Distortion of Financing Function——the Listing Corporations	
Vicious Financing	28
2.2.3 The Distortion of Corporate Governance Function——the	
Substantial Shareholders' Occupying Random Large Amounts of	
Funds.....	30
2.2.4 The Distortion of Optimizing Resource Allocation	
Function——the Abnormal Characters of Chinese Stock Market	
.....	32
Chapter 3 The Implemental Conditions for the Stock Market Functions and	
the Corresponding Analysis on Chinese Stock Market	35

3.1 The Role of the Government in the Stock Market.....	35
3.1.1 Market Economy and the Role of the Government	35
3.1.2 The Role of the Government in the Stock Market	38
3.1.3 The Improprity Role of Chinese Government in its Stock Market	42
3.2 The Banks' Function in the Stock Market.....	43
3.2.1 The Banks' Function in the Stock Market.....	43
3.2.2 The Commercial Banks in Chinese Stock Market:Governance or Cumulating Risk Together	49
3.3 The Market Intermediates in Stock Market	52
3.3.1 Division of Work, Efficiency and Institution	52
3.3.2 The Evolution of Division of Work in the Stock Market, Allocation Efficiency and Institutions Arrangment	53
3.3.3 The Baffle of Division of Work in Chinese Stock Market.....	57
Chapter 4 The Function Change of Chinese Stock Market.....	59
4.1 The Analysis of Chinese Stock Market Change Course	59
4.1.1 The Course of Inducible Change.....	59
4.1.2 The Course of Forced Change.....	62
4.2 The Path Dependence of Chinese Stock Market's Functions Change	67
4.2.1 Functions Change and Path Dependence	67
4.2.2 The Cause Analysis of the Path Dependence of Chinese Stock Market's Function Change	68
4.3 The Momentums and Measures to Overcome the Path Dependence of Chinese Stock Market's Function Change.....	71
4.3.1 Institution Change and M.Olson's "Logic of Collective action".	71
4.3.2 The New Momentums of the Inducible Change: Investor Collective Litigation System.....	73
4.3.3 The Momentums and Policy Measures of the Forced Change	74
Preference.....	76
Appendix	80
Postscript.....	86

前 言

一、选题思路

在中国的经济金融实践中，股票市场受到人们的关注最多。中国股票市场是在中国经济改革不断深化的过程中和背景下产生并发展的，就其整体变迁历程看，是中国改革的一个缩影。纵观中国股市的发展，正如人们常说的那样，发展速度很快，可问题也不少，而只要追及问题原因，就必定与中国股市功能定位有关。近年来，管理层也一直在强调中国股市要实现市场化、规范化、专业化。那么，股票市场的功能应该是怎样的呢？怎样才能发挥它本应有的功能呢？正是带着这些问题，笔者开始运用相关理论进行思考，于是有了这个选题。

功能是事物所具有的积极作用，功能的发挥以合理的制度存在作为前提。范恒森认为，金融制度的存在是把资金从储蓄者转移到投资者的必要条件。在这个意义上，可以认为制度是由功能而内生的。但制度一经设立，又会对功能产生影响，当各项制度相容，各子功能耦合良好时，制度就处于均衡状态；如果各子功能耦合不好，某些功能便会发生异化，可能导致功能的扭曲（异变），在此情况下，制度处于非均衡状态，新的制度需求会促进制度的变迁，由此，制度变迁本质上也是功能的变迁。遵循这个思路，本文首先从历史与制度两个层面考察了股票市场的功能，然后对中国股市功能效率进行分析，在发现中国股市存在着一定程度的功能扭曲后，对股票市场功能条件与中国股市功能扭曲原因做进一步探讨，最后，结合中国股市的变迁历程，分析指出克服中国股市功能变迁路径依赖的动力与政策措施。

二、理论依托与研究方法

本文的理论依托主要有新制度经济学与现代金融理论，同时，在分析

相关问题时应用了政府经济学、产权经济学、法律经济学、分工与效率理论、信息经济学等相关理论。我国目前正处于社会主义市场经济发展完善时期，制度不断变迁，经济持续演进，在这样一个大变动的年代，着眼于历史变迁和动态分析的制度分析范式，无疑是最适合我国的理论范式和分析框架，新制度经济学是当然的主要理论依托之一。从表象来看，国外成熟的现代金融理论似乎不可完全套用于我国现实，但它无疑具有导向作用，可以让我们找出差距之所在，通过制度环境的逐步完善，这种差距会逐渐缩小，因此，现代金融理论是本文的另一个主要理论基础。除此之外，在分析政府在股市中的角色定位时，结合了政府经济学的相关理论；在对监管还是调控进行分析时，结合了法律经济学的最新观点；公司治理是股票市场中的一个重要理论问题，在这部分分析中，运用了产权经济学与委托代理理论；股票市场的发展过程，本质上是一个分工演进的过程，对分工与效率理论的应用即在所难免，同时，股市分工是基于信息目的的，信息经济学理应涉及。此外，结合演进的观点，运用有关史料对国外股市的发展与功能变迁进行考察，是本文的一大特色。在分析方法上，将静态分析与动态分析相结合；在规范分析的基础上，结合已有实证分析，通过搜集大量数据进行描述性分析，使之更贴近中国现实，从而使本文结论更具有可靠性。

三、本文的主要观点、结论与政策建议

主要观点：①通过对股份公司与股票市场发展历史进行考察，并在此基础上基于现代金融理论进行探讨，认为股票市场的主要功能包括投资功能、融资功能、公司治理功能与优化配置功能，它们的关系是，前两者是基本功能，后两者是派生功能，派生功能是在基本功能发挥作用基础之上的。②威斯特（West）和惕尼克（Tinic，1996）将证券市场效率划分为内在效率与外在效率两种效率。内在效率也称自身运行效率，是指金融制度内部组织的交易营运效率，反映金融制度的动员配置效率。外在效率是指

金融制度的资源分配效率，即金融制度能否根据产业结构的变化规律把资源分配到最富有效率的产业部门和地区去。本文通过对中国股市发展的相关数据进行整理分析，说明中国股票市场在发展中取得了瞩目的成绩，有着较高的动员配置效率，但同时我们也发现，由于存在着高投机性、“圈钱”、“掏空”与经济走势相异等现象，使中国股市各项功能在一定程度上存在扭曲，资源配置效率受到一定的损害。③股票市场本质上是一系列制度的集合，其功能的正常发挥取决于相关制度安排。政府、商业银行与股票市场中介机构在股票市场中的正确作用不可忽视，它们的正确定位与健康发展是股票市场功能实现的条件，中国股市功能的扭曲在很大程度上与之息息相关。股市中政府的角色定位应该是提供法律保护与司法支持、加强监管而非调控；商业银行通过对上市公司的信贷业务，一方面向股市传导信息，另一方面可以减低上市公司的道德风险，发挥一定的治理作用，防止与股市共同累积风险；股票市场中的分工演进有利于提高股市的配置效率，而分工演进过程受到制度安排所影响；④中国股市在制度变迁过程中显现了第二类路径依赖的特征，即在一定程度上处于“锁定”状态，其原因是意识形态的束缚、分利集团的阻力和部门与地方利益保护，它有着历史的原因，是与过去的股市功能定位密切联系的。

结论与政策建议：通过将制度变迁与奥尔森集体行动理论相结合，采用“三分法”进行分析，指出克服路径依赖、实现中国股市功能变迁的主要措施有两个方面。一是引入投资者集体诉讼制度，以增加诱致性变迁动力；二是通过政府实施强制性变迁，相关政策措施包括：①政府稳步退出一般竞争性产业，消除对上市公司、中介机构的直接控制，形成基于市场基础的公平竞争环境；②积极推进国有商业银行的产权改革，使之成为真正的经济主体，从而实现与股票市场信息与资源的互动；③提供法律保护与司法支持，切实保护投资者合法权益；④建立以“三公”原则为基础的监管体系，并减少对监管的直接干预；⑤在上述改革基础上，完善宏观调

控方法与手段，通过经济调控向股市传导，改变直接调控与干预股市的被动局面。

四、主要创新与不足

本文主要创新：①首次定义并探讨了股票市场的投资功能，并把股票市场功能分为基本功能与派生功能两个大类，在此基础上进一步探讨了股票市场的功能关系；②较为系统地探讨了股票市场功能实现的条件；③在股市变迁历程两阶段划分的基础上，结合新制度经济学的制度变迁理论，对中国股市变迁的路径依赖与变迁动力进行了分析，并在此基础上提出了相关政策措施。本文存在的不足之处：①股市制度包括正式制度与非正式制度，受篇幅所限，本文对正式制度探讨较多，而对非正式制度论述较少；②股市功能的发展是一个演进的过程，同样受篇幅所限，本文从世界范围探讨了股市功能的演进过程，而在分析中国股市时则着墨过少；③在研究过程中，笔者发现国内缺少贷款公告效应的实证研究，而且，在上市公司公告中，贷款公告似乎可有可无，有的上市公司从没有发布过贷款公告。由于时间、精力与篇幅所限，诸如此类研究，有待于今后再进一步深入。

第一章 股票市场的功能及其经济阐释

国外专门论述股票市场功能的文献不多，已有文献多是在比较中介与市场的优劣上阐述股票市场功能的，主要是从产权、交易成本、信息、风险、监控与竞争等多个角度进行的。国内对股票市场功能的论述多是从国内股市现实出发的，多数是阐述我国股票市场功能定位的缺陷。也有部分学者对股票市场功能有较为系统的论述，如郝继伦^①认为股票市场具有融资功能、监控功能与流动性功能，核心功能是优化资源配置；胡继之^②则考察了中国股市的筹资功能、配置功能与社会功能；张胜^③把股票市场功能分为基本功能与派生功能，前者包括流动性功能、分散风险功能与动员储蓄功能，后者包括公司监管与接管功能。本文把股票市场功能分为基本功能与派生功能两个方面，其中基本功能包括投资功能与融资功能，派生功能包括公司治理功能与优化配置功能^④。股票市场是金融市场的高级形态，本质上是一系列制度的集合，它属于金融制度的一个子系统。本章首先以演进视角从历史层面对股票市场的功能进行考察，然后运用相关金融理论与新制度经济学对股票市场的功能进行阐释，最后对股票市场功能关系进行探讨。

第一节 股票市场的功能——基于历史演进视角的考察

股票市场的一级市场是伴随着股份公司产生的，二级市场是作为股份公司不可退股制度的互补性制度安排而产生的。作为一种制度安排，股票市场在国民经济运行中发挥着不可或缺的重要作用，系统考察股票市场的

^① 郝继伦《中国股票市场发展分析》中国经济出版社，2000年4月

^② 胡继之《国中股市的演进与制度变迁》经济科学出版社，1999年2月

^③ 张胜：中国股票市场功能深化：股票市场影响经济增长的研究；西安交通大学博士论文；20020101

^④ 当然，笔者无意否认股票场所具有的其他经济功能，但它们也都是在此基础之上派生的，限于篇幅与其重要性，不作专门论述。

经济功能及其发挥的内在机理，是股票市场研究中需要首先阐明的基础性理论问题。股票市场的经济功能是一个不断演进的范畴，不同历史时期、不同经济金融环境，股票市场发挥着不同的经济功能。因此，应以历史演进视角对股票市场功能进行一次有意义的考察。

从历史层面看，股票市场是伴随股份公司的发展成熟而产生与发展的，要理解股票市场的功能，需要对股份公司的发展与二级市场的产生做一个简要的回顾。

日本学者大冢久雄先生在《股份公司发展史论》中对股份公司的发展史作了较详尽的考察，其主要观点对金融研究具有很大价值的借鉴意义。在该书中他主要研究并回答了以下几个具有重要意义的问题：①股份公司发展史的本质。他认为股份公司发展史是资本集中史或资本集中形态变迁史中的一个阶段，并在此基础上对资本集中现象的根本动力和法则进行了探索；②资本集中的动力。他认为随着商品货币经济的逐步扩大和早期商业城市的出现及其发展的不平衡，在欧洲各地出现了分散的地方性市场圈和各地不同的市场价格体系，致使跨地区贸易成为商业资本活动的沃土。这时，各个别资本从“候鸟式的交易”中产生出来的中介交易方式也在向“分散的地方性市场圈之间的长期媒介”转化。③推进个别资本集中、集中形式不断发展的两大杠杆，是竞争与信用。大资本的优势、大规模经营的必然性，是集中的物质基础，而竞争和信用则是在此基础上推进集中的社会因素。各个别资本相互对立，进行激烈的生存竞争。在这一竞争场上，大资本显示出极大的优越性和威力，弱小资本在这种压力下濒于没落。所以，在这个过程中，为了坚持下去并取得胜利，首先必须拥有大资本。这样，为竞争的必要所驱使，各个别资本利用信用手段相互结合，在更高的个别性中扬弃自己，并一举而变成大资本，作为具有优势的势力出现在竞争场上。④“结合”与“支配”是内在于被集中的个别资本即公司企业的两个契机。“结合”是一种必然趋势，然而“支配”的对立常常导致分裂倾

向，使结合濒临危机。这种内在于被集中的个别并相互矛盾的两个必然性，即结合和支配，规定了各种公司形态的产生，推动了它们的发展。这样，由合股公司（societas）变成股份公司、法人形态上的转变过程，应该解释成为“结合”和“支配”这两个矛盾的解决过程，同时，公司形态史上注定的困境也可以得到克服。⑤在公司设立从“特许主义”到“准则主义”、公司治理从“专制性体制”向“民主性体制”转变过程中，一系列社会变革起了重要作用，一般出资者的群体性斗争是其转变实现的根本原因。

在费尔南·布南代尔的《十五至十八世纪的物质文明、经济和资本主义》一书中，也有对早期欧洲公司的论述。在16—17世纪的英国，海外贸易和海外勘探业得到大力发展，资金是企业发展的瓶颈，这些企业需要从更大的地域或从全社会筹集资金，这样，股份有限公司便是一种很好的形式。“从未有过一条船不是通过认购数额微小的股份而募集资金的，这种集资方式使私掠船的受益者遍布王国的每个角落”。铁路建设的股份制就更加明显，在英国，大部分铁路资本是由一笔笔200—2000英镑的小投资筹集起来的。早期的股份有限公司，国家在其中所起的作用很大，在英国及早期的美国，对股份公司实行特许制，政府发展股份公司都有其特殊的目的。例如，在早期的英国和法国，股份公司就是政府进行殖民掠夺的工具，因此长期处在政府的控制之下。公司被少数大股东所控制，两权分离的现象还不明显，例如，当时十分成功的荷兰东印度公司，它的控制权就始终被控制在几个大家族手中。“公司（compagnia）不是内陆城市的偶然发现，而是根据需要所设计的一种行动手段”。“法律史学家认为，只有当股票不仅可以转让，而且可以在市场上议价出售时，才谈得上真正的股份公司”。

“公司资金需在每次出航时筹集，每个商人在船只返回后收取本利。每个股东长期有权抽回股金。后来事情逐渐发生变化。从1612年开始，不仅为一些下次航行，而且为计划进行的一系列航行建立账目，到1658年，公司的资本开始固定下来”。这其中一个突出的事件是于1555年成立的莫斯科公司和1581年成立的勒旺公司先后于1622年和1605年变为“有规章公司”，

因此，“它们有时甚至比另一种类型的公司优越”。^①

从股票市场发展历程来看，股票市场的发展经历了从仅有一级市场即发行市场向与二级市场即流通市场并存互补的过程。1611年，在荷兰的阿姆斯特丹出现了股票交易所的雏形；1773年，在伦敦柴思胡同的约那森咖啡馆，股票商们正式成立了英国的第一个证券交易所，即现在伦敦证券交易所的前身；1792年，24名纽约经纪人在纽约华尔街的一棵梧桐树下订立协定，成立经纪人卡特尔，也就是现在纽约证券交易所的前身。

基于上述史料与研究成果，我们可以发现，从世界范围来看，股份公司与股票市场的产生与发展是一个历史演进的过程，从制度、组织与功能的关系来看，功能决定了组织的形式，由此内生的制度降低了交易成本，促进了功能的强大与完善；从制度变迁角度来看，体现了诱致性变迁的特征；从金融体系发展的本质来看，金融体系可以看作为“全体投资者参与并做出投资决策的决策系统”^②，它本身是人们选择的结果，也正是投资者的选择决定着金融的发展与结构的不断演变。从这个意义上说，股票市场的基本功能应该包括投资功能与融资功能。融资实质上又是企业（或大投资者）投资需要的结果，投融资互动才推动了股份公司与股票市场的产生与发展。因此，投资功能与融资功能形成了股票市场的两个最基本的功能。而作为公司治理功能，则是“支配”与“结合”这对矛盾冲突的结果，正是在公司治理不断完善之后，股票市场的投资才变得更为有效，股票市场的规模才得以进一步扩大，股票市场的优化配置功能才得以凸现。

第二节 股票市场的功能——基于金融制度层面的探讨

一、金融制度及其功能

金融制度是金融运行的“游戏规则”，它是一国有关金融主体、金融组

^① 更详细的史料参看：[法]布罗代尔：《15—18世纪的物质文明、经济和资本主义》（第二卷）中译本，1993，三联书店。

^② 唐寿宁 王晋斌，2002，“投资者选择与金融体系演变”，北京奥尔多投资研究中心主编，《金融系统演变考》，中国财政经济出版社。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库